

花园生物 (300401.SZ)

VD3 链条多环节产品逐步放量，横向拓展新品类

公司发布 2022 半年报，扣非口径增长亮眼：2022 上半年实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 8.01、2.97、2.60 亿元，比调整后去年同期分别增长 50.31%、-6.99%、80.03%；其中第二季度实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 4.14、1.46、1.27 亿元，同比分别增长 15.80%、-35.95%、68.86%。

- 收入、扣非归母利润高增长主要系公司于 2021 年 11 月收购花园药业，且根据规定，花园药业上年同期归母利润 8,378 万元计入非经常性损益；归母净利润表现增速下滑主要是系非经常损益中同比减少了杭州下沙子公司搬迁收益 7,497 万元。
- 2022 年上半年羊毛脂及其衍生产品实现收入 1.16 亿元、同比+35.01%，胆固醇、7-脱氢胆固醇等中间产品逐步放量，二季度收入（6574 万元）较一季度（5052 万元）环比提升：截至半年报，金西科技园羊毛脂胆固醇、精制羊毛脂项目已投入试生产，180t 7-脱氢胆固醇在建工程进度达 99%。目前公司已与帝斯曼在胆固醇（2015 年签订 10 年协议）及 7-脱氢胆固醇项目（2022 年签订 15 年协议）上达成长期战略合作，同时饲料级胆固醇放量，带来业绩增长。
- 2022 年上半年维生素 D3 及其类似物实现收入 2.33 亿元、同比-10.13%，维生素 D3 价格波动至底部，高附加值 25-羟基 VD3 有望扩规模提利润，二季度收入（1.49 亿）较一季度（8641 万元）有较大提升：上半年该板块收入同比减少主要系维生素 D3 价格波动所致，根据博亚和讯，VD3（50 万 IU/g）2022 年上半年平均价格从去年同期的 127.6 元/千克下降至 86.3 元/kg。目前 VD3 位于库存价格双底、具备防御性，同时随着高附加值 25-羟基 VD3 金西产能已具备试生产条件，有望逐步扩收增利。
- 花园药业集采放量快速增长：2021 年 11 月成为公司全资子公司，2022 年上半年实现营收 3.47 亿元（同比+139%）、净利润 1.48 亿元（同比+76%）。目前公司缙沙坦氨氯地平片（I）、多索茶碱注射液集采到期，已成功中选十三省（区、市、兵团）药品联盟采购持续增长。
- 投资建议与盈利预测：我们看好公司通过“一纵一横”布局，VD3 产业链多产品放量成长、携手 DSM 共享高附加值，接力新产能拓宽 VA、VE 等新品类、依托花园药业布局药用市场，实现盈利能力、盈利稳定性和确定性提高，维持“强烈推荐”评级。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.4/7.0/9.0 亿元，对应 PE19/15/12 倍。
- 风险提示：政策风险、竞争加剧风险、疫情风险、新产能投产不及预期风险、维生素 D3 价格波动风险、供过于求风险、研发风险、生产风险等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	615	1117	1627	2106	2760
同比增长	-14%	82%	46%	29%	31%
营业利润(百万元)	313	582	669	869	1118
同比增长	-21%	86%	15%	30%	29%
归母净利润(百万元)	272	480	540	700	900
同比增长	-21%	76%	13%	30%	29%
每股收益(元)	0	1	1	1	2
PE	38.2	21.7	19.2	14.8	11.5
PB	3.6	4.6	3.8	3.2	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/医药生物
目标估值：NA
当前股价：18.86 元

基础数据

总股本(万股)	55101
已上市流通股(万股)	54222
总市值(亿元)	104
流通市值(亿元)	102
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	21.9
资产负债率	37.6%
主要股东	浙江祥云科技股份有限公司
主要股东持股比例	26.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	33	34
相对表现	12	42	50



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《【招商医药】花园生物深度：纵横发展打开天花板，新产能布局新未来》2022-08-10

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 研究助理

fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1772	1110	2163	2536	3149
现金	1159	502	1332	1402	1682
交易性投资	200	0	0	0	0
应收票据	0	2	3	4	5
应收款项	64	88	106	223	293
其它应收款	1	0	1	1	1
存货	307	429	594	743	957
其他	41	88	127	162	211
非流动资产	1653	2415	2770	3110	3431
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	362	640	903	1146	1371
无形资产商誉	170	182	169	162	156
其他	1121	1592	1697	1801	1904
资产总计	3425	3525	4933	5646	6581
流动负债	405	898	635	766	954
短期借款	200	414	0	0	0
应付账款	145	330	465	582	749
预收账款	9	35	49	62	79
其他	51	119	121	123	125
长期负债	111	349	1549	1549	1549
长期借款	0	0	0	0	0
其他	111	349	1549	1549	1549
负债合计	515	1247	2184	2315	2503
股本	551	551	551	551	551
资本公积金	882	(98)	(98)	(98)	(98)
留存收益	1477	1826	2262	2800	3490
少数股东权益	0	0	34	78	135
归属于母公司所有者权益	2910	2279	2715	3253	3943
负债及权益合计	3425	3525	4933	5646	6581

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	417	504	523	598	853
净利润	272	480	540	700	900
折旧摊销	39	44	68	89	108
财务费用	10	12	5	(9)	(11)
投资收益	(6)	(5)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	100	(68)	(78)	(201)	(166)
其它	0	41	48	80	82
投资活动现金流	(593)	(1178)	(370)	(375)	(375)
资本支出	(579)	(707)	(425)	(430)	(430)
其他投资	(14)	(470)	55	55	55
筹资活动现金流	832	(13)	677	(154)	(199)
借款变动	(175)	772	(415)	0	0
普通股增加	72	0	0	0	0
资本公积增加	823	(980)	0	0	0
股利分配	0	(57)	(104)	(162)	(210)
其他	112	252	1195	9	11
现金净增加额	655	(686)	830	70	279

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	615	1117	1627	2106	2760
营业成本	244	350	494	618	796
营业税金及附加	6	15	21	28	36
营业费用	10	183	254	337	453
管理费用	72	79	146	197	262
研发费用	30	59	98	126	166
财务费用	(5)	(14)	5	(9)	(11)
资产减值损失	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	49	57	50	50	50
投资收益	6	81	10	10	10
营业利润	313	582	669	869	1118
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	315	585	672	872	1121
所得税	43	75	98	128	165
少数股东损益	0	30	34	44	57
归属于母公司净利润	272	480	540	700	900

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-14%	82%	46%	29%	31%
营业利润	-21%	86%	15%	30%	29%
归母净利润	-21%	76%	13%	30%	29%
获利能力					
毛利率	60.4%	68.7%	69.7%	70.7%	71.2%
净利率	44.3%	43.0%	33.2%	33.2%	32.6%
ROE	9.4%	21.1%	19.9%	21.5%	22.8%
ROIC	8.5%	18.0%	20.9%	22.0%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	15.0%	35.4%	44.3%	41.0%	38.0%
净负债比率	5.8%	11.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.4	1.2	3.4	3.3	3.3
速动比率	3.6	0.8	2.5	2.3	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	9.6	14.5	16.3	12.5	10.5
应付账款周转率	2.7	1.5	1.2	1.2	1.2
每股资料(元)					
EPS	0.49	0.87	0.98	1.27	1.63
每股经营净现金	0.76	0.91	0.95	1.09	1.55
每股净资产	5.28	4.14	4.93	5.90	7.16
每股股利	0.10	0.19	0.29	0.38	0.49
估值比率					
PE	38.2	21.7	19.2	14.8	11.5
PB	3.6	4.6	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	27.7	15.6	12.8	10.0	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙 炜 生物医药行业首席分析师

复旦大学金融学硕士，6 年卖方研究经验，3 年医疗咨询和 PE 投资经历。2020 年 2 月加入招商证券，曾先后在国金证券、康桥资本担任分析师。

许菲菲 生物医药行业分析师

复旦大学经济学学士、哥伦比亚大学运筹学硕士，6 年卖方研究经验，2020 年 4 月加入招商证券，此前就职于国金证券。

方秋实 生物医药行业研究助理

浙江大学财务管理学学士、会计学硕士，2021 年 4 月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。